

OECD統計から見た国際金融市場動向

尾 田 温 俊

目 次

はじめに

第1節 OECD統計の概略

第2節 国際資本市場の構造変化

2-1 ユーロ市場の証券化

2-2 ユーロ市場対伝統的市場

まとめ

補論 OECD統計注記

参考文献

資 料

SUMMARY

はじめに

周知のように国際金融取引規模の推移に関してその動向を把握することが可能な統計としてBIS統計およびOECD統計がある。これら両統計は対象国や地域が異なるので統計数値が正確に対応しているわけではない。すなわち、BIS統計では、BIS統計参加国・地域における報告銀行のクロスボーダーポジションについて詳細なデータを提供している一方、OECD統計は1年未満の短期取引は含まず、どちらかと言えば証券発行について詳しいのが特徴である。したがって、国際金融市場の状況を把握するにはBIS統計が、国際資本市場の分析にはOECD統計がそれぞれ比較優位を持っているのである。

そこで本稿の目的は、OECD統計のFinancial Statistics International Markets(以下、OECD統計)を利用して、国際金融・資本市場の近年における発展過程を検証することである。これは、上述のように、統計の性格上から見て国際金融市場の長期的傾向を検証することである。

本稿の内容をあらかじめ要約すれば以下の通りである。第1節ではOECD統計の概要について説明しその構成を明らかにする。第2節では国際金融市場の構造変化をデータで確認しつつそれをもたらした要因について分析した。その結果、近年の国際金融市場の発展上の特徴は(1)ユーロ市場の証券化(2)国際資本市場のユーロ化であるといえる。前者の要因としては国際資本移動の方向転換、累積債務問題、不確実性の増大とリスクヘッジ手法の発展、金融の自由化と自己資本比率規制への対応があげられる。また後者の要因としては規制が代表的な取引費用が国内市場でより高いためである。ユーロ市場と国内市場の比較という文脈においては、法定準備率とか資本移動規制および税制などの諸規制が代表的な取引費用である。

第1節 OECD統計の概略

OECD統計データは以下のようなタイトルの諸表から構成されている。本稿

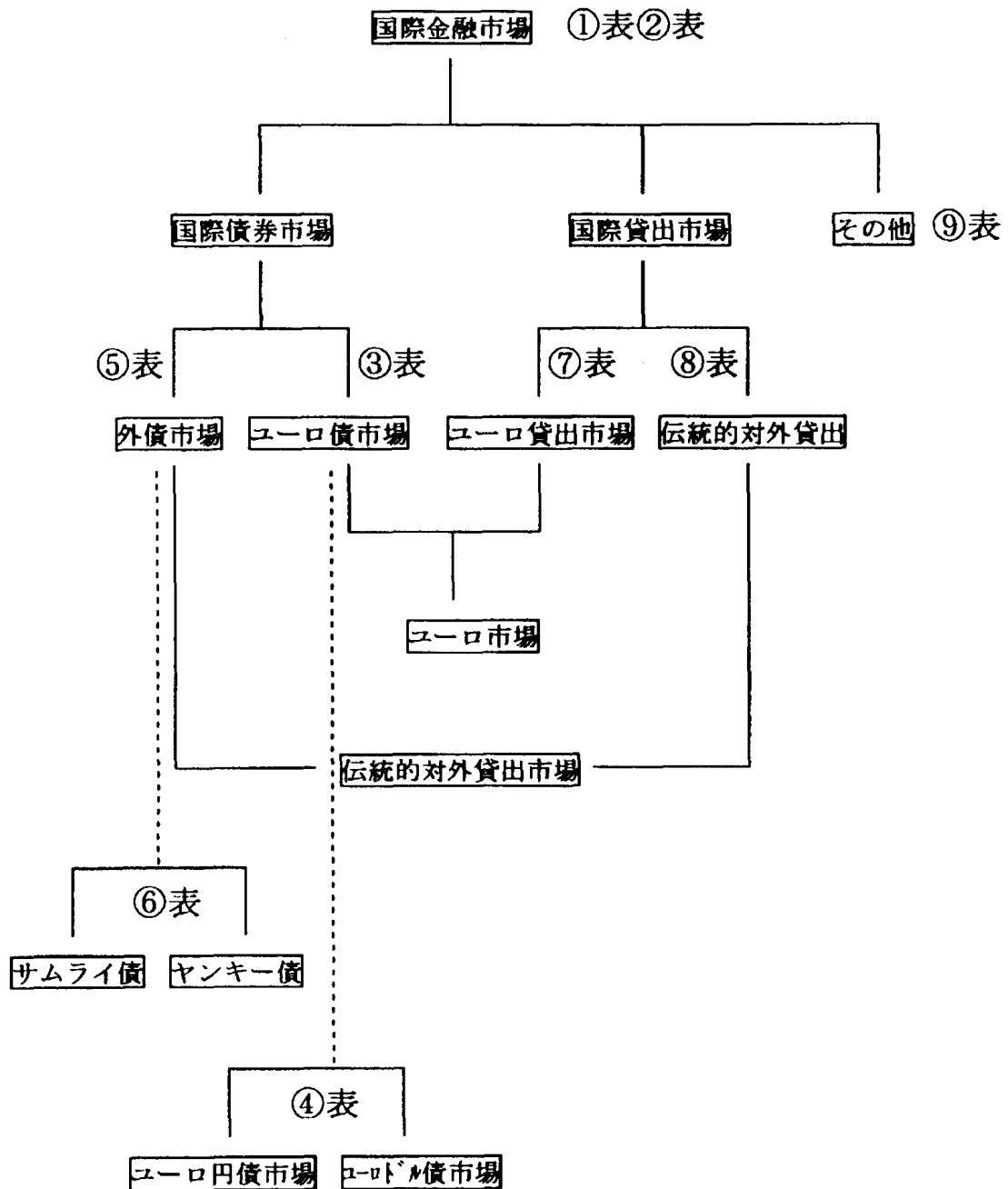
ではこれら諸表に便宜上次のように番号を付けて区別することにした。

- ①FUNDS RAISED ON THE INTERNATIONAL MARKETS(Breakdown by type of instrument)
- ②FUNDS RAISED ON THE INTERNATIONAL MARKETS(Breakdown by borrowing country/institution)
- ③EURO-BOND ISSUES(Breakdown by borrowing country/institution)
- ④EURO-BOND ISSUES(Breakdown by currency of issue)
- ⑤FOREIGN BOND ISSUES(Breakdown by borrowing country/institution)
- ⑥FOREIGN BOND ISSUES(Breakdown by market)
- ⑦SYNDICATED EURO-LOANS(Breakdown by borrowing country/institution)
- ⑧SYNDICATED FOREIGN LOANS(Breakdown by borrowing country/institution)
- ⑨OTHER DEBT FACILITIES(Breakdown by borrowing country/institution)

ここで、上記②表から⑨表までは①表のデータを各項目毎に整理したものとなっているので、OECD統計全体は図1のような構成になっている。以下、この図1に基づきつつOECD統計について説明する。これに関して、OECD統計に記載している注を末尾に補論として収めたので参照されたい。

まず①表(国際市場の資金調達額)はユーロ債、外債、シンジケート・ユーロ貸出、シンジケート対外貸出、その他ファシリティに関するグロスの取引金額で構成されている。続いて、②表(国際市場の資金調達額の地域分類)は①表で示された総額を借手別に分類したものであり、借手としては地域毎にそれぞれOECD地域、非OECD地域、国際開発機関の3地域に大分類されている。③、⑤、⑦、⑧いずれの表においても借入国・借入機関別地域分類はこの3地域に区分されている。次に、①表の総額は貸出形式がローンであるか債券かという

図1 OECD統計の構成



金融手段別により、③表＋⑤表(国際債券市場)と⑦表＋⑧表(国際貸出市場)として分割されている。①表の国際債券取引規模は、ユーロ債と外債に分割されている。前者は、発行者の地域別に③表(ユーロ債発行額)へ、また通貨建毎に④表(ユーロ債発行通貨建内訳)に細分化されている。ユーロ債発行通貨として

は、ユーロポンド、ユーロマルク等多数あるが図1にはわが国と関係の深いユーロ円とユーロドルを代表させて図示してある。後者の外債は資金需要者の地域分類として⑤表(借手分類)、発行市場取引額は⑥表(外債発行地域分類)に整理されている。外債発行市場としてはロンドン外債市場、スイス外債市場等あるがここでもやはり円建て外債(サムライ債)と米国ドル外債(ヤンキー債)を代表して図示している。

国際貸出市場は、シンジケート・ユーロ貸出市場を借手により分類している⑦表(借手分類)と、やはり伝統的対外ローンを借手により分類した⑧表(借手分類)の2つに細分化してある。次節以降は以上の表を時系列的に整理しその特徴について分析する。

第2節 国際資本市場の構造変化

第1節ではOECD統計の構成について概略的説明を行った。そこで、第2節における課題はこのOECD統計データから近年の国際資本市場の動向を見極めることである。国際資本取引の現象上で顕著な傾向としては二点あり、ユーロ市場の証券化現象とユーロ取引増加傾向である。

2-1 ユーロ市場の証券化

OECD統計①FUNDS RAISED ON THE INTERNATIONAL MARKETS (Breakdown by type of instrument)は国際市場の資金調達額を銀行貸出と国際債券という金融手段別に整理したものであり、表1は①表の国際債と貸出のデータを1980年から最近までについて整理したものである。

成長率がマイナスを記録した主な年度は82年-12%、83年-7.4%、87年-5.4%である。82年と83年のマイナス成長は累積債務国への信用不安によりもたらされたものである。特に81年から82年にかけて信用額全体に占める貸出割合は75%から58%へと急激な減少が顕著である一方、この期間の債券金額は490億ド

表1 国際金融・資本市場における資金調達

	金 額	対前年伸び率	貸出金額(%)	債券金額(%)
1980	117356	—	78319(67)	—
81	194100	65	145308(75)	48792(25)
82	170501	−12	98856(58)	71645(42)
83	157827	−7.4	80679(51)	77148(49)
84	228773	45.0	117256(51)	111517(49)
85	284719	24.5	116964(41)	167755(59)
86	317556	11.5	91164(29)	226392(71)
87	300406	−5.4	123115(41)	177291(59)
88	369673	23.1	142249(38)	227423(62)
89	359049	−2.9	105082(29)	253966(71)
90	353241	−1.6	124465(35)	228775(65)
91	419907	18.9	122320(29)	297587(71)
92	458255	9.1	124561(27)	333693(73)
93	625835	36.6	144838(23)	480997(77)
94	669702	7.0	241074(36)	428628(64)
95	841262	25.6	373973(44)	467289(56)
96	1055640	25.4	346860(33)	708779(67)

単位:百万ドル

資料:OECD Financial Statistics:International Marketsより作成。

注 資金総額は国際債、中長期シンジケートローンを含む。債券金額に関して、数値は新規発行のグロスである。中長期シンジケートローンは①公表額のみ②満期1年未満物を除外③データは契約締結時の貸手のコミットメントを参考④クレジットライン金額の利用。⑤その他のファシリティは貸出に含める。

ルから720億ドルへと着実に増加している。次に87年のマイナス成長の原因は、世界的に株価急落の波及をもたらしたブラックマンデーによる混乱である。また、これらマイナス成長の年以外での急激な成長が着目される。顕著な年では81年65%、84年45%、93年36%などである。つまり概して言えば、国際市場にお

ける資金取引額はほぼ一貫して高い伸び率で推移してきたと言える。

次に、信用総額における貸出と債券の構成割合は80年代当初は貸出が大きなウェイトを占めているが、両者はその後1983、84年にはほぼ同水準で拮抗した後、85年以降は一貫して債券のウェイトが高くなっていることが見て取れる。また、84年から93年の期間について見れば、毎年の貸出額自体はさほど大きく変動しているわけではないから、この債券のウェイト増加傾向が債券金額の増加によりもたらされたものであることがわかる。この期間に債券発行額は84年の1120億ドルから93年の4810億ドルへと実に4倍以上に増加している。

この国際信用額全体における債券の占めるウェイト増加傾向、すなわち国際資本市場の証券化については累積債務危機、マクロ経済面の変化、主要国の自由化措置、金融市場の流動性の増大とそれに対処しようとする銀行が生成する金融技術革新の4つの要因が指摘されている。以下、それぞれの要因を詳しくみていくことにする。

第1は、債務危機が国際金融市場動向の転換点になったことである^{*注①}。すなわち、1982年の貸出信用額の顕著な減少の理由としては、この年に多くの主要債務国の対外支払困難が増大し、銀行側がこれら債務国に対する貸出しを渋るようになり、多くの発展途上国政府に対する自発的なシンジケート・ローンの増加が事実上停止した。特に国際銀行債務の大きな部分を占める中南米諸国に対する銀行信用の流れは停止した。公的に支援された融資パッケージによるリスケジュールと非自発的融資の結果、銀行は多額の固定的債権を抱え込んだため、長期資金調達が必要に迫られた。かくて銀行はシンジケート・ローンの金額を大幅に削減し、同時に資金調達技術の改革を行った。それは銀行間信用に対する依存度の引下げ、長期物の変動利付債の発行、あるいは確定利付債を発行し変動利付債と交換することなどであった。

*注① 以下BIS(1984)訳書pp. 162-166参照。

表2 国際市場借り手分類

	OECD		日 本		米 国	
	金 額	構 成 比	金 額	構 成 比	金 額	構 成 比
1982	112356	41.7	6218	5.5	26767	23.8
83	111589	49.6	15089	13.5	20687	18.5
84	180938	62.2	17346	9.6	59983	33.2
85	234381	68.0	21268	9.1	68893	29.4
86	282654	75.2	35508	12.6	56774	20.1
87	259989	66.0	45591	17.5	45411	17.5
88	329239	66.5	53773	16.3	47936	14.6
89	322447	70.5	98495	30.5	37219	11.5
90	309987	65.8	53830	17.4	33195	10.7
91	363433	67.8	70949	19.5	56342	15.5
92	401047	69.6	57138	14.2	73452	18.3
93	530237	69.5	61865	11.7	97729	18.4
94	587406	64.8	39390	6.7	163682	27.9
95	737998	60.9	39401	5.3	265572	36.0
96	931343	66.6	44100	4.7	295834	31.8

単位:百万ドル

資料:OECD Financial Statistics:International Marketsより作成。

OECDの構成比は対信用総額、日米構成比は対OECDである。

第2は、債務危機と同時に発生した国際的なマクロ経済面で金融仲介の構造に影響を及ぼす動きである。すなわち、OPECの黒字の消滅とヨーロッパや日本における大幅な資金余剰の発生が国際的な資金フローの形態と方向に影響を及ぼした。OPECの投資家は銀行預金を選好していたが、ヨーロッパや日本の機関投資家は市場性のある証券を選好した。このような傾向に加え、先進国内部からの国際銀行信用に対する需要の低下や企業借入の資本市場へのシフトがみられたため、国際銀行信用の伸びは急速に低下した。この事情について統計

で確認することにしよう。

表2は、OECD統計②表FUNDS RAISED ON THE INTERNATIONAL MARKETS(Breakdown by borrowing country/institution)から資金調達主体の地域分類を、OECD地域、特にその中で日本と米国の数値を示したものである。OECD地域の借入は83年49.6%から84年62.2%へと市場全体の6割以上を占めるようになっていく。同じことだが84年以降非OECD地域の資金調達は全体の30ないし40%に低下したことを意味している。なかでも日本の資金需要は86年以降からのバブル期の前後に顕著であり、特に89年にはOECD地域の30%を占めている点が注目される。しかしバブル崩壊後の最近では資金需要の著しい減少傾向を示している。日本とは対照的な動きを示しているのが米国の調達額である。米国は84年の33%から90年の10%へと借入割合を低下させた後、国内の資金需要を反映して95年の36%へと回復している。

第3には金融市場における不確実性の増大による作用である。これは、近年において金利と為替相場の乱高下が増幅し、このため金融機関は変動利付債の発行や金利スワップ、通貨スワップを用いてバランスシートの資産と負債の構造をより厳密に調和させるようになる。さらに、銀行は、金融先物市場やオプション取引や、このほか金利・為替相場の不利な動きを有効にヘッジするその他の手法、例えば金利・為替の先物契約などにますます注目するようになった。換言すると、こうした乱高下が主因となって、高度に複雑なスキームのもと、借り手や投資家がリスクを回避したり負担したりすることを選択できる型の債券の重要性が高まったのである。

第4として、各国政府により実施された自由化や規制緩和措置である。すなわち、規制の枠組みの変化や競争環境の進展を反映したより根本的な要因に起因する動きである。金融資本市場におけるこのような変化を受けて監督当局は銀行に対して自己資本比率にいつそうの注意を払うように奨励し、銀行はこの要請に対して多様な方法で対処した。調達サイドでは、主に変動利付債の形で

劣後債務を発行し、そうした変動利付債の大半は他の銀行が購入した。資産サイドでは保証や信用供与保証枠の設定といったバランス・シートにのらない業務など、相対的に規制の緩い業務を増やす方向でポートフォリオ内容の組み替えを図ったのである。

次に国際債券の動向について見ることにする。周知のように、国際債とはユーロ債券と外債をあわせたものである。OECD統計によるとユーロ債は次のように定義されている。ユーロ債発行とは少なくとも2カ国の市場で同時に募集される。発行通貨は借手・貸手が所在する主権国の通貨である必要はない。ユーロ債は通常国際シンジケート団によって引き受けられ、その債券の表示通貨の主権国以外の国々でおもに売りさばかれる債券である。具体的には、ロンドン市場で円建てで発行され、日本以外で販売されるユーロ円債である。その他にユーロドル債・ユーロマルク債等がある。

ユーロ債の起源は、1963年に米国が利子平衡税の創設により資本流出規制を導入した時に遡る。そのため、海外の発行体が当時の主たる国際債市場であったヤンキー債市場を利用することが困難となり、海外に滞留するドル預金を利用するユーロ債市場にシフトしたことがユーロ債市場の発展を促進した。

ユーロ債市場発展の背景には各国の債券発行に伴う規制、例えば発行開示規制、資本流出規制、起債制限等の非弾力的な市場慣行あるいは債券利子源泉課税等を回避する目的で規制の緩やかなユーロ市場へのシフトが生じたこと、主要国において自国通貨建ユーロ債発行や居住者のユーロ債発行に関する規制、税制の見直しが漸次進められたこと、68年のユーロクリア(Euroclear)70年のセデル(Cedel)の設立により受渡し・決済制度が整備され、69年には自主規制機関としてAIBD(国際債券ディーラー協会)が設立されるなどユーロ市場でのインフラ整備が早期に進められたこと、業者間の競争が激しくまた規制も緩やかなため米国を発信源とする新しい商品や金融技術が相次いで導入されたこと等が指摘されている。

表 3 国際債券内訳

	ユーロ債金額 (構成比%)	対前年伸び率	外債金額 (構成比%)	対前年伸び率
1980	20320(52)	—	18715(48)	—
81	26486(54)	30.3	22305(46)	19.2
82	46446(65)	75.3	25198(35)	13.0
83	50098(65)	7.8	27049(35)	7.3
84	81717(73)	63.1	29800(27)	10.2
85	135430(81)	65.7	32325(19)	8.5
86	186951(83)	38.0	39441(17)	22.0
87	140480(79)	-24.8	36810(21)	-6.7
88	177194(78)	26.1	50228(21)	36.5
89	212003(83)	19.6	41963(17)	-16.5
90	181868(79)	-14.2	46907(21)	11.8
91	248482(83)	36.6	49105(17)	4.7
92	276080(83)	11.1	57613(17)	17.3
93	394588(82)	42.9	86409(18)	50.0
94	368410(86)	-6.6	60217(14)	-30.3
95	371321(79)	0.8	95968(21)	59.4
96	589761(83)	58.8	119017(17)	24.0

単位:百万ドル

資料:OECD Financial Market Statisticsより作成。

ユーロ債および外債発行はグロスの数値である。

これに対し、外債とは非居住者が特定の単一国で、おもに当該国の投資家を対象に発行する債券であり、前述のような米国市場のヤンキー債、スイス市場のアルパイン債、日本のサムライ債等がある。

表 3 はOECD統計①FUNDS RAISED ON THE INTERNATIONAL MARKETS(Breakdown by type of instrument)により国際債におけるユーロ債と外債の伸び率および構成比を示したものである。1996年のユーロ債発行総

額は5898億ドル、外債は1190億ドルとなっている。1980年代当初はユーロ債と外債の発行構成比はほぼ同程度であるが82年以降ユーロ債が外債をはるかにしのぐ規模に拡大している。80年代半ば以降、低下傾向が終息した外債市場は20%前後で推移している。債券発行はそのときどきの金融・経済情勢によって大きく変化するが、ユーロ債市場は自由市場を反映しイノベーションを次々と導入して発展を継続させてきた。

さて表3から、1980年の52%から86年の83%までユーロ債の構成比の通増、それ以後は80%前後で推移していることが見て取れる。この傾向をわが国のケースで見えてみると、84年の日米円ドル委員会報告書を契機とするユーロ円債自由化措置の進展により円建外債市場からの起債シフトが生じた事実と対応しよう。さらに最近では94年1月から非居住者ユーロ円債の還流制限が廃止されたことにより、非居住者の円債発行においてはユーロ円債の発行が急増し円建外債をはるかに上回る規模に達している。

続いて、ユーロ債発行者の動向について調べよう。表4は、OECD統計①EURO-BOND ISSUES(Breakdown by borrowing country/institution)を基に、ユーロ債発行者の地域分類としてOECD, 日本, 米国をまとめたものである。

この表から指摘できることは、第1に、ユーロ債券市場に占めるOECD諸国の割合が圧倒的に高く9割前後ということである。すなわち、ユーロ債市場は事実上先進国の需要者により構成されているといえる。

第2に、日本は89年にOECD内で4割という高率の資金需要者であったことである。これは当時のバブル経済の情勢を反映したものである。しかし最近ではその資金需要は低迷しており、96年には対OECDシェアで7%にも満たない。またこれは頻繁に指摘されている周知のことであるが、日本企業の場合ユーロ円普通社債購入の主流は国内投資家である^{*注②}。つまり日本企業のユーロ債発行

*注② 以下園田(1996)pp. 86-87参照

表4 ユーロ債券市場借手分類

	OECD		日 本		米 国	
	金 額	構 成 比	金 額	構 成 比	金 額	構 成 比
1980	17234	84.8	1751	10.2	4339	25.2
81	21684	81.9	2577	11.9	5855	27.0
82	40193	86.5	2467	6.1	13023	32.4
83	21436	42.8	6677	31.2	1241	5.8
84	75753	92.7	11001	14.5	21490	28.4
85	122954	90.8	14897	12.1	36347	29.6
86	178844	95.7	25351	14.2	38642	21.6
87	132786	94.5	33368	25.1	19634	14.8
88	169925	95.9	38857	22.9	16653	9.8
89	202627	95.6	82668	40.8	13560	6.7
90	165419	91.0	42068	25.4	19472	11.8
91	228786	92.1	60718	26.5	16458	7.2
92	247446	89.6	50070	20.2	16630	6.7
93	337819	85.6	51277	15.2	23338	6.9
94	323779	87.9	31623	9.8	43485	13.4
95	330619	89.0	33216	10.0	68507	20.7
96	517916	87.8	35152	6.8	122213	23.6

単位:百万ドル

資料:OECD Financial Market Statisticsより作成。

は国内企業が主として国内投資家を購入者として海外市場で発行している。これはユーロ債市場のほうが発行コストが低い点およびその他の利便性が高いという当然の結果である。また国内投資家のユーロ債を需要する投資家の態度に関して、90年以降の株式市場の長期低迷により国内機関投資家のリスク許容度が低下し円資産での運用に傾斜したこと、ユーロ円債の方が相対的に応募者利回りが高く、ロットがまとめて購入でき、国内社債流通市場の整備の遅れによ

表5 ユーロ債発行通貨分類

	円		ド ル	
	金 額	構 成 比	金 額	構 成 比
1981	407	1.5	21251	80.2
82	598	1.3	38678	83.3
83	232	0.5	39230	78.3
84	1190	1.5	65333	80.0
85	6539	4.8	96481	71.2
86	18693	10.0	117220	62.7
87	23116	16.5	56727	40.4
88	15849	8.9	75362	42.5
89	16370	7.7	116911	55.1
90	23188	12.8	69008	37.9
91	35683	14.4	76857	30.9
92	33708	12.2	103165	37.4
93	44419	11.3	147689	37.4
94	67254	18.3	149374	40.5
95	64540	17.4	144408	38.9
96	41194	7.0	268721	45.6

単位:百万ドル

資料:OECD Financial Market Statisticsより作成。

る受渡し・決済リスクの存在などが指摘されている。

第3点は、80年半ば以降の米国は日本と対照的な傾向を示し93年までは資金需要が低迷しているが最近は増加傾向にある。OECD内での米国の比率が低い点は次のように説明されている^{*注③}。米国企業のユーロ債発行が少ない理由は税制上の問題である。すなわち、ユーロ債は無記名が原則となっているが、米国

*注③ 以下園田(1996)pp. 89-90参照。

の税制では記名債に比べ無記名の方が不利な取扱いを受けいている事に起因している。これにより無記名債については流動性が損なわれ、米国投資家によるユーロ債の取得が阻害されているので米国企業によるユーロ債発行が困難となっているのである。

次に、ユーロ債発行通貨についての傾向を見ておくことにしよう。表5は、OECD統計④EURO-BOND ISSUES(Breakdown by currency of issue)をユーロ債発行通貨分類として円とドルを代表させてまとめたものである。

ドルは1950年代に主要国際通貨として台頭し、60年代を通じてユーロ市場が成長する間に起債通貨としての米ドルの寡占状況は弱まった。80年代には米国の国際収支赤字が急増し、それにともなって米国国内経済が後退したため、ユーロ債発行に占める米ドルのシェアは減少した。80年代はじめからの80%の割合は低下し続け91年には30%まで低下した。これに代わって日本の発行体と投資家が主力となった。円建債のシェアは80年代当初は高々1%に過ぎなかったが、規制緩和により事実上発行が解禁された85年から徐々にシェアを高め94年には18%に達している。

さてここで、債券から貸出に眼を転じることにしよう。まず、国際貸出の定義を確認しておこう。BISの銀行債権分類によれば、自国通貨による居住者および非居住者への貸出、外貨による居住者および非居住者への貸出に分け、自国通貨による居住者への貸出を国内金融、自国通貨による非居住者への貸出を伝統的国際金融、最後に外貨による貸出をユーロ貸出と分類している^{*注④}。

国際金融市場で1970年代に生じた主要な出来事として、国際銀行グループによるシンジケート・ユーロ銀行信用の登場と発展があげられる。シンジケート・ローンは借手の信用度に対応した可変的な固定スプレッドがユーロ市場の主要金利LIBORに加算され、ロールオーバー方式で決定される貸出である。この

*注④ 例えばJohnston(1983)pp. 2参照。

表 6 国際貸出内訳

	ユーロ貸出額 (構成比%)	対前年伸び率	対外貸出金額 (構成比%)	対前年伸び率
1980	78319	—	—	—
81	145308(54)	85.8	—	—
82	98856(65)	−32.0	—	—
83	60208(65)	−39.1	6964(35)	—
84	53218(73)	−11.6	8760(27)	25.8
85	53461(81)	0.5	6647(19)	−24.1
86	49946(83)	−6.6	8409(17)	26.5
87	82236(79)	64.6	11011(21)	31.0
88	116249(78)	41.4	9357(21)	−15.0
89	92187(83)	−20.7	6055(17)	−35.3
90	115748(79)	25.6	2460(21)	−59.4
91	114260(83)	−1.3	1632(17)	−33.7
92	116176(83)	1.7	1692(17)	3.7
93	136069(82)	17.1	607(18)	−64.1
94	235295(86)	72.9	926(14)	52.6
95	369587(79)	57.1	595(21)	−35.7
96	341672(83)	−7.6	669(17)	12.4

単位:百万ドル

資料:OECD Financial Market Statisticsより作成。

仲介技術導入によりユーロ銀行は借手リスクを相互に分散させることができ、同時にその信用規模を拡張できたのである。この貸出手法は一度に巨額の資金調達を望む国家にとってきわめて魅力的な金融商品であった。また、73年と79年の石油危機による石油価格の高騰が国際収支不均衡を拡大させたが、ユーロ市場を通じるオイルマネーのリサイクリングにより調整された。これは、石油輸出国の巨額の資金の大半がユーロドル市場へ短期預金の形で流入し、ユーロ

銀行はこの資金を用いて非産油途上国への貸出を行ったのである。

さて伝統的貸出とユーロ貸出がどのような規模でなされているかを確認することにしよう。表6はOECD統計①FUNDS RAISED ON THE INTERNATIONAL MARKETS(Breakdown by type of instrument)を前節の国際貸出についてユーロと伝統的貸出の内訳を見たものである。この表から指摘できることは次の2点である。第1に對外貸出額は年とともに低下傾向を示し、ここ数年間は激減し1996年にはわずか6.7億ドルになったことである。貸出取引においてもユーロ市場が圧倒的であることは明らかであるが、伝統的對外貸出に比較優位を持つ取引主体があることを反映してその比率は一定のところで下げ止まっている。第2に、債券市場と同様に對外貸出がユーロ貸出に比べて20%前後の構成比となっている点である。

2-2 ユーロ市場対伝統的市場

表7はユーロ債とユーロ・シンジケート・ローンの合計をユーロ市場、外債と伝統的對外貸出の合計を伝統的市場の取引額として整理したものである。この表から、国際市場での資金調達においてユーロ市場を利用する比率は最近では90%前後を占めていることが明らかだ。すなわち近年の国際信用市場の動向はユーロ取引ウェイト増加傾向を顕著に示している。この国際金融市場におけるユーロ化と呼びうる現象はどのように説明できるだろうか。

ユーロ銀行と国内銀行はそれぞれ比較優位をもつ借手および貸手を持つ^{*注⑤}。重要な理由として、銀行と企業の密接な接触が取引費用を低下させることがあげられる。このような場合、銀行業務は国内業務とユーロ業務の間に分けられる。他の条件が同じであれば、国内市場と比べてユーロ市場が相対的に大きな規模を持つのは次のような場合である。

*注⑤ 以下Niehans(1993)訳書pp. 204-209参照。

表7 ユーロ市場対伝統的市場

	ユーロ市場		伝統的市場	
	金額	構成比	金額	構成比
1983	110306	76.4	34014	23.6
84	134936	77.8	38561	22.2
85	188891	82.9	38972	17.1
86	236898	83.2	47850	16.8
87	222716	82.3	47822	17.7
88	293443	83.1	59586	16.9
89	304191	86.4	48018	13.6
90	297616	85.8	49367	14.2
91	362743	87.7	50737	12.3
92	392256	86.9	59305	13.1
93	530657	85.9	87016	14.1
94	603706	90.8	61143	9.2
95	740908	88.5	96563	11.5
96	931434	88.6	119686	11.4

単位:百万ドル

資料:OECD Financial Market Statisticsより作成。

- (1)国内銀行に比べてユーロ銀行の取引費用が相対的に低い。
- (2)企業が銀行と取引する際の費用が国内銀行よりもユーロ銀行で低い。
- (3)最終的な借入および貸付の中で、国外の企業が高い割合を占める。

そこで取引費用の格差をもたらすいくつかの要因を具体的にあげれば、

- (1)法定準備は銀行に対して課税のような役割を果たし、借入金利と貸付金利の間のマージンを拡大させる。
- (2)かつての金利規制は銀行が預金金利の面で競争するのを妨げるから、金利のマージンを拡大させる要因である。米国のレギュレーションQは初期のユーロ市場の発展に大きく貢献した。

(3)国内銀行組織における独占的取引慣行もまた同様の効果を持つ。預金金利が銀行間の協定によって低く保たれている場合、資金の一部はもっと金利の高いユーロ市場へとシフトする。

(4)短期金融市場は税率の低い立地を求めて移動する傾向を持つ。銀行は本質的に記帳操作であって、特別の立地に結び付けられているものではないから、この移動は容易に行われる。したがって、カリブ海諸島は本来の意味での金融中心地ではないが、重要なユーロドル中心地となっている。

(5)企業が国内の預金金利とユーロ金利を比べるとき、政治リスクにも考慮する。このようなリスクには、戦争や国家間の経済戦争に際して行われる封鎖、接収等の危険を含む。旧ソ連の銀行がその保有ドルを冷戦のリスクから守ろうと努めたことは、政治的リスクと通貨リスクとの分離を明瞭に示す好例である。

(6)国際資本移動に対する規制が短期金融市場を海外へシフトさせる要因となる。米国が外国への貸付を制限しようとして導入した対外投融資自主規制計画はドル貸付市場をロンドンへとシフトさせた。

(7)単純な立地上の違いから大きな費用の格差が生じることもある。通信費だけでなくリスク評価の容易さ、長い間に確立された相互関係、法的費用の低さ等の理由にもよる。この近接性という要因があるため、たとえ上で述べた諸要因が作用しなくなったとしても、ユーロ市場の一部は生き残る。

これで全ての要因がつくされているわけではないが、ユーロ市場が相当程度まで政府規制の産物であるといえる。もし一国内の金融市場が政府規制によって不利な扱いを受けるならば、国外金融市場がそれにとって代わろうとする傾向が生まれるのであり、それがユーロ市場の存在を支えてきたのである。

まとめ

本稿ではOECD統計データを利用して最近の国際金融市場の動向についてまとめた。次の2点が明らかな傾向として指摘できた。第1はユーロ市場の信用

手段が債券取引中心となるいわゆる証券化現象が顕著となったことである。その理由としては累積債務問題の顕在化、OPECから経常収支黒字先進国への国際資本移動の流れの変遷、金融取引における不確実性の増大とそのリスクヘッジ、金融自由化と自己資本比率規制およびそれへの対応である。第2に国際信用取引が、従来の各国の金融市場のルールに従う伝統的信用取引からユーロ取引へとシフトしている点である。これをもたらしている原因はユーロ市場が国内市場よりも取引費用が低いためであり、取引費用は主として法定準備、税制、資本規制というような規制により生成されている。

残された問題として、OECD統計は長期の金融取引データしかカバーしてしないので、銀行間取引などの短期的流動性の需給傾向は他の統計を利用しなくては把握できない点がある。そのような統計を利用した検討も本稿を補完する意味で必要である。また、ユーロ市場の問題点は、わが国では居住者が直面するユーロ円市場と国内市場、非居住者が直面するユーロ円市場とサムライ債市場に対する具体的なケースに即した分析が必要である。

補論 OECD統計注記

I 定 義

A 国際市場で調達される総額

総額は国際債、中長期銀行信用、その他ファシリティから構成される。OECD国際信用統計は対外債務概念には直接関係していない。したがって、この統計はOECD諸国の対外信用の変化の全体を明らかにするものではない。

債券に関していえば、OECDデータは当該期間に市場におけるグロスの発行額である。借手による債券債務上の変化、とりわけ債券残高の返済額を決定する諸要因についての情報がないために、債務指標としての重要性は制限を受けざるを得ない。

中長期信用統計の債務指標としての重要性もまた様々な制約に縛られている。

第一にOECDデータは発行された信用額をカバーするのみである。銀行が行う様々な信用は実際には公表されていない。第二にOECDデータは満期1年未満の信用を含んでいない。したがって、引締め期に増加する短期の信用についての重要な情報を含まない。本統計は信用締結時における金額を集計したものである。利用しない金額を考慮した実際の信用利用額に関するデータは不明である。第四に本統計はクレジットラインに関するものである。調達者はこの信用を他の債務の支払に当てたり借り換えに用いるかもしれないが、こうした例ではグロスでもネットでも調達者の信用額は増加していないことになる。最後にその他の借入ファシリティとして分類されている多くの中期銀行信用は資金繰り手段を補強するために実行されたものである。これら後者の金額が統計数値に補足されることになれば銀行信用データには二重計算の問題が持ち上がる。

B 国際債(定義)

国際債はグロスの公共・民間のユーロ債および外債発行からなる。

- ・普通債は固定利付債である
- ・変動利付債はクーポンが市場の参考金利と連動した債券である。変動利付CDもこの系列に含む。
- ・転換社債は、投資家に社債から発行会社または親会社の株式へ転換するオプションを付けたものである。この債券は発行時に決めた特定価格で特定日時・期での転換が可能である。
- ・ワラント債は投資家に発行会社・親会社の株式購入権を付与するものである。ワラントは、債券発行に含まれるが、分離して取引することも可能である。
- ・ゼロ・クーポン債はクーポンなしで発行されるので、統計数値は投資家の支払金額を示している。
- ・他の債券は上記のもの以外の債券である。

1. ユーロ債発行(定義)

ユーロ債発行は少なくとも2国の市場で同時に販売され、表示通貨は調達者・

投資家の居住する通貨である必要はない。この債券は通常数カ国の国際金融機関シンジケートを通じて売りさばかれる。

2. 外債発行(定義)

外債は一般的には発行者とは異なる単一国の市場で当該国内シンジケートにより販売される債券である。

C シンジケートローン

この統計数値は、信用を供与する相手方が居住者・非居住者に関わりなく、商業銀行のシンジケートにより与えられる最低1年以上の満期をもつ信用額である。これは公表されている広範にシンジケートされた貸出、少グループ銀行によるローン(クラブローン)から成る。また、借換えを実施するための新規借入契約を含む。但し以下のものはデータに含んでいない。

- ①ユーロカレンシーによる調達にせよ輸出信用保証機関のような政府保証債
- ②通常の商業銀行債務の繰延べ
- ③個別の信用契約のリストラクチャー
- ④債券とかノートとかの譲渡可能な形態で調達された信用
- ⑤国際機関による信用供与

1. シンジケート・ユーロ・ローン(定義)

信用供与先が当該国の居住者・非居住者に関わらずユーロ・カレンシーからなる国際的中期銀行信用

2. シンジケート対外貸出(定義)

非居住者に対してある国の銀行グループが行う最低1年の源満期をもつ国内通貨信用外国銀行信用

D その他の借入ファシリティ

これは、乗っ取りに対抗する予備的クレジットラインばかりでなく他の金融手段(CP, 短期ユーロノート, 債券及びノート発行, CD, 銀行引受け等)の発行をバックアップするために締結したファシリティのようなその他の国際的中期

銀行ファシリティを含む。保証的ファシリティ(事前の支払保証)と非契約ファシリティ(ユーロCP, 中期ノートプログラム)は除外する。

II 地域割当て

借入国分類では、企業の帰属を、企業が登録されている国または企業が実施されている法制度下にある国にあると判断する。しかし、純粋な金融子会社は、それら子会社がどこに登録されているとどのような法律が実施されていると親会社の国に割当てられている。

III 借手

- ①中央政府, 州・地方政府及びその他の政府機関
- ②銀行及びその他の公的金融機関, 民間金融機関
- ③民間企業及び公企業
- ④国際的組織

IV 計算方法

- ・債券発行日または信用契約締結日は期間分類に用いられる日時である
- ・債券は名目値で示されている。但し、実際の金額を投資家が払込むケースで、額面を10%以上上回る割引率で発行されるものを除く。
- ・米国ドル額への変換は月末直物相場ベースで行われる。

V 源泉

OECD, 金融・財政・企業関連部局理事会

参考文献

- [1] Benzie R., (1993) 『The Development of the International Bond Market』 BIS ECONOMIC PAPERS No. 32
- [2] BIS (1984) *Annual Report*. 『国際金融レポート』東京銀行調査部訳 評論社
- [3] Niehans, J., (1984) 『International Monetary Economics』 The Johns Hopkins University Press, (天野明弘他訳『国際金融のマクロ経済学』東京大学出版会, 1986)
- [4] Johnston, R. B. (1983) 『The Economics of the Euro Market』 Macmillan.
- [5] 園田成晃(1996) 『公社債市場の新展開』公社債引受協会編

資料

OECD Financial Statistics International Markets 各号

SUMMARY

I investigated the long-run international capital market trends by using OECD data. Some results I found here are secularization in the Euro Bond Market and the significant financial transaction shift from domestic markets to the Euro Market.

The former reasons are crisis from Latin America default on its external debt, change of the money flow from OPEC to industrialized countries, increasing uncertainty in financial transaction and reaction to the financial liberalization among major countries.

The latter reason is due to relative lower in transaction costs in the Euro market than domestic ones. Especially such transaction costs represent reserve requirement and taxation system.